

投资评级：强烈推荐（首次）
报告日期：2020年05月25日
市场数据

目前股价	11.31
总市值（亿元）	62.54
流通市值（亿元）	61.88
总股本（万股）	55,298
流通股本（万股）	54,715
12个月最高/最低	15.29/9.07

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

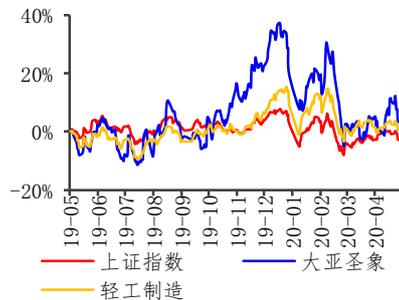
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

低估的木地板龙头，精装化下再起飞

——大亚圣象（000910）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261	7298	7647	8547	9532
(+/-%)	3.0%	0.5%	4.8%	11.8%	11.5%
净利润	725	720	739	842	972
(+/-%)	10.0%	-0.7%	2.7%	14.0%	15.4%
摊薄 EPS	1.31	1.30	1.34	1.52	1.76
PE	9	9	8	7	6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 公司为木地板、人造板双龙头，产品引领行业创新。**公司拥有“大亚”和“圣象”双品牌，是深入人心的木地板品牌（市占率约为 11.6%），自 2015 年起剥离非木业资产，专注木业经营。2019 年木地板、人造板产能分别为 6000 万平方米、185 万立方米，收入达 73 亿元，均稳坐行业龙头。公司是业内唯一布局林业—人造板—木地板全产业链公司，同时注重产品创新与研发，木地板毛利率达 43%，为业内第一。公司是业内第一家引入复合木地板，聚焦 E0 级环保产品的公司，疫情期间积极推出纳米光触媒抗菌产品，高端产品占比的持续提升将带动公司盈利能力持续提升。
- 环保意识提升驱动行业集中，B 端放量为重要催化。**木质产品制作需要添加粘合剂，容易产生甲醛污染问题，消费者只能依赖于品牌来建立对产品的信心，因此木质家具大品牌的优势明显，相较其他家具行业集中度较高，CR4 达到 25%。工程渠道方面，房企需要严格控制甲醛含量，同时采用优质品牌实现背书从而实现溢价，因此木地板品牌于 C 端的品牌力也在逐步传导至 B 端，并且伴随精装房的加速放量和房企的集中化，将带动行业集中度加速提升（大亚 B 端市占率约为 35%，高于行业市占率 10%）。与此同时，国家政策陆续出台严控产品甲醛排放，落后产能将不断出清。
- 强协同，布局人造板打开 6000 亿市场。**人造板可用于木地板和其他家具产品的制造。公司布局人造板与木地板在原材料上有较强的协同效应。当前木地板市场规模约为千亿元，而人造板由于下游应用空间广阔，行业规模达到 6000 亿元。受益于定制家具行业的蓬勃发展，人造板行业增速较高，同时当前行业集中度较低，未来随着产品升级及环保政策推动，行业整合在即。公司基于木地板的制造优势，向人造板进军，成长天花板打开。
- 投资建议：**公司是木地板、人造板行业双龙头，目前控制权纠纷问题解决。竣工回暖确定，公司 B 端业务发展迅速，未来市占率有望进一步上升。人造板同步发展，两者协同打开成长天花板。20 年公司 B 端业务预计持续高增，预计 20-21 年 EPS 分别为 1.34、1.52，对应 PE 为 8、7X，估值位于历史低位，配置性价比高，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅上涨；环保政策变化；控制权纠纷扰动；房地产市场发展不及预期。

目录

1. 剥离非木业资产，专注木业打造人造板、木地板双龙头	5
2. 核心竞争力之产品：全产业链布局降本增效，重研发环保产品引领行业	12
2.1 绿色产业链战略，产品结构持续优化	12
2.2 专注产品研发创新，双品牌价值凸显	13
3. 核心竞争力之渠道：工程端与核心客户合作深化，零售端门店数量领先	16
3.1 与地产龙头深入合作，工程渠道高速发展	16
3.2 零售端门店数量领先，服务体系完善	18
4. 行业概况：木地板、人造板行业结构待改善，集中度有望上升	20
4.1 木地板：行业发展平缓，产品结构有望持续优化	20
4.2 人造板：定制繁荣带动发展，刨花板占比逐步提高	21
4.3 集中度：环保意识提升驱动供给、需求两端集中，龙头份额有望持续提升	23
5. 同业对比：大亚圣象收入体量稳居龙头	27
6. 盈利预测与估值水平	30
7. 投资建议	31
8. 风险提示	31
附：盈利预测表	32

图表目录

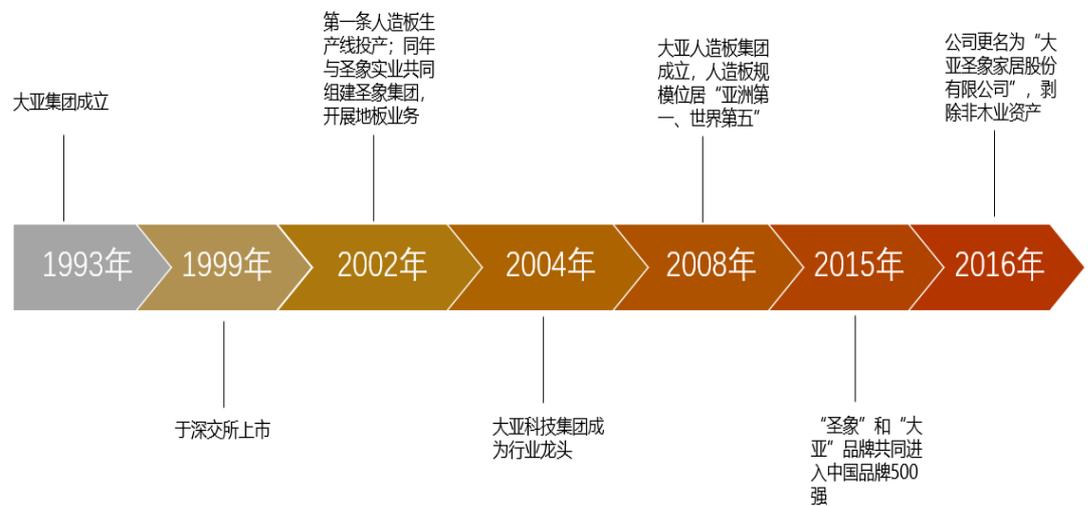
图 1: 大亚圣象发展历程.....	5
图 2: 大亚圣象股权结构.....	6
图 3: 大亚圣象股权纷争时间线.....	6
图 4: 大亚圣象营业收入 (亿元) 及 YOY (%)	8
图 5: 大亚圣象归母净利润 (亿元) 及 YOY (%)	8
图 6: 大亚圣象主要产品及其应用领域.....	9
图 7: 2019 年大亚圣象主营业务占比.....	9
图 8: 大亚圣象木地板及人造板毛利率 (%)	9
图 9: 大亚圣象分地区业务占比变化.....	10
图 10: 大亚圣象分地区业务毛利率 (%) 对比.....	10
图 11: 大亚圣象中国大陆营收 (亿元) 及 YOY (%)	10
图 12: 大亚圣象海外业务营收 (亿元) 及 YOY (%)	10
图 13: 大亚圣象净利率及毛利率对比.....	11
图 14: 大亚圣象资产负债率 (%) 一览.....	11
图 15: 大亚圣象期间费用率一览.....	11
图 16: 大亚圣象木地板均价 (元/平方米) 和 YOY (%)	12
图 17: 各公司木地板毛利率 (%) 变化.....	12
图 18: 大亚圣象地板和人造板产销率.....	13
图 19: 大亚圣象地板产能 (万平方/年) 变化.....	13
图 20: 大亚圣象人造板产能 (万立方/年) 变化.....	13
图 21: 各公司 2019 年研发支出 (千万)	14
图 22: 各公司 2019 年研发人员数量 (人)	14
图 23: 大亚圣象 2016-2019 年研发支出 (亿元) 和 YOY	14
图 24: 大亚圣象 2016-2019 专利获取数 (项) 逐年增加.....	14
图 25: 圣象纳米光触媒抗菌地板.....	15
图 26: 大亚人造板入选定制家居国家创新联盟.....	15
图 27: 国内精装房开盘数 (万套) 变化.....	16
图 28: 2019 年各国精装房渗透率 (%)	16
图 29: 木地板 B 端市场规模 (亿元) 及其 YOY (%)	16
图 30: 竣工端开始改善.....	17
图 31: 2018 年国内 TOP100 房企精装房市场份额	17
图 32: 圣象地板战略合作伙伴数量 (个)	17
图 33: 2020 地板品牌首选率.....	18
图 34: 圣象地板部分合作伙伴.....	18
图 35: 圣象地板 2019 年门店数量行业领先.....	18
图 36: 圣象地板全国统一形象门店.....	18
图 37: 圣象地板服务流程.....	19
图 38: 中国木地板销量 (亿平方米) 和 YOY.....	20
图 39: 中国木地板销售额 (亿元) 和 YOY.....	20
图 40: 中国木地板单价 (元/平方米) 和 YOY.....	20
图 41: 中国房屋竣工和销量 YOY.....	20
图 42: 强化复合地板销量 (亿平方米) 和 YOY.....	21
图 43: 实木复合地板销量 (亿平方米) 和 YOY.....	21

图 44: 各木地板品类市场份额一览.....	21
图 45: 2019 年木地板各品类市场份额.....	21
图 46: 人造板产业链.....	22
图 47: 人造板产量 (亿立方米) 增速趋缓.....	22
图 48: 人造板年产值 (千亿元) 增速趋缓.....	22
图 49: 各品类人造板产量占比 (%).....	23
图 50: 胶合板产量 (千万立方米) 和 YOY (%).....	23
图 51: 刨花板产量 (千万立方米) 和 YOY (%).....	23
图 52: 纤维板产量 (千万立方米) 和 YOY (%).....	23
图 53: 2019 年木地板公司销量 (万平方米).....	24
图 54: 2019 年木地板市场集中度.....	24
图 55: 木地板行业 CR4 变化.....	24
图 56: 各家居品类 CR4 对比.....	24
图 57: 丰林集团无醛板.....	25
图 58: 大亚人造板 EO 级刨花板.....	25
图 59: 各公司营业收入 (亿元) 对比.....	27
图 60: 各公司营业收入 YOY (%) 对比.....	27
图 61: 各公司毛利率 (%) 对比.....	27
图 62: 各公司净利率 (%) 对比.....	27
图 63: 各公司期间费用率 (%) 对比.....	28
图 64: 各公司销售费用率 (%) 对比.....	28
图 65: 各公司管理费用率 (%) 对比.....	28
图 66: 各公司财务费用率 (%) 对比.....	28
图 67: 各公司 ROE (%) 对比.....	28
图 68: 各公司权益乘数对比.....	28
图 69: 各公司资产周转率 (%) 对比.....	29
图 70: 各公司存货周转天数 (天) 对比.....	29
图 71: 各公司应收周转天数 (天) 对比.....	29
图 72: 各公司应付周转天数 (天) 对比.....	29
图 73: 各公司固定资产周转率对比.....	29
图 74: 大亚圣象上市以来 PE 区间.....	30
表 1: 股权激励明细.....	7
表 2: 大亚圣象上市以来分红细节.....	8
表 3: 各品类地板对比.....	21
表 4: 甲醛释放政策.....	25
表 5: 相关上市公司估值比较.....	30

1. 剥离非木业资产，专注木业打造人造板、木地板双龙头

大亚圣象始建立于 1993 年，以曾用名江苏大亚新型包装材料有限公司于 1999 年在深交所上市，2002 年第一条人造板生产线投产，同年与圣象事业组建圣象集团，开展木地板业务，并逐步成长为木地板行业龙头。2015 年之前上市公司体系中业务较为多元化，相互关联程度较低，为提升协同性，公司将烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信等非木业业务剥离出上市公司体系，并于 2016 年更名为“大亚圣象家具股份有限公司”，形成了以木地板、人造板为主的经营模式，产业链串联资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务等环节的森工行业上下游的绿色产业链，不断加强自身实力，稳坐木地板、人造板行业龙头。

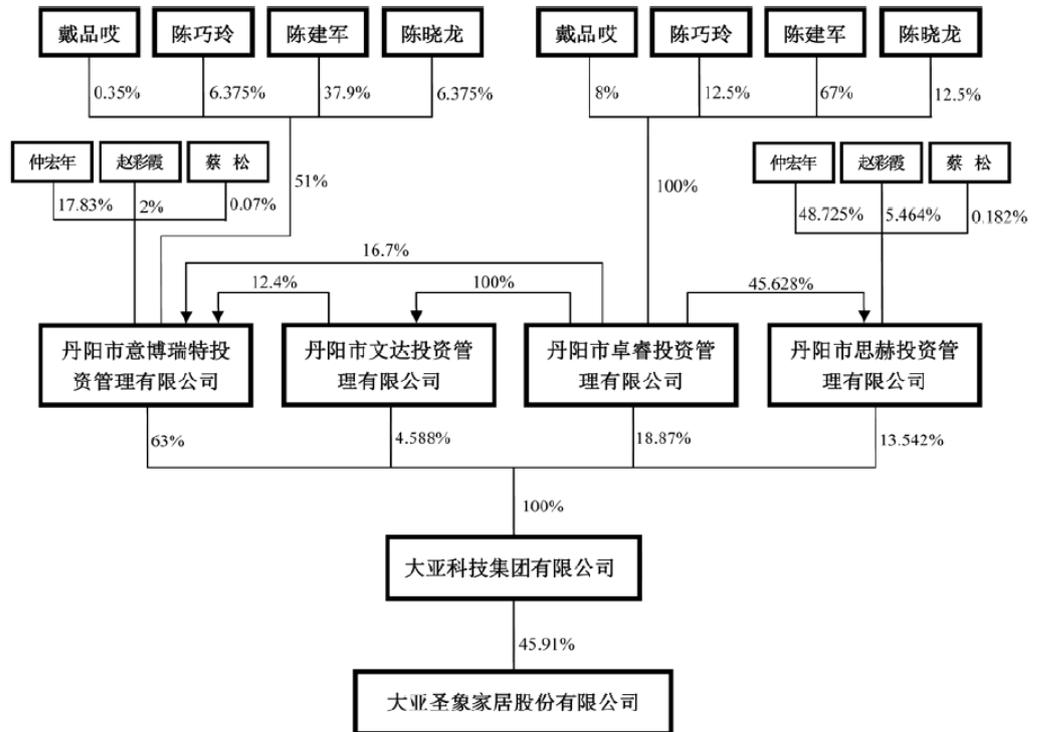
图 1：大亚圣象发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

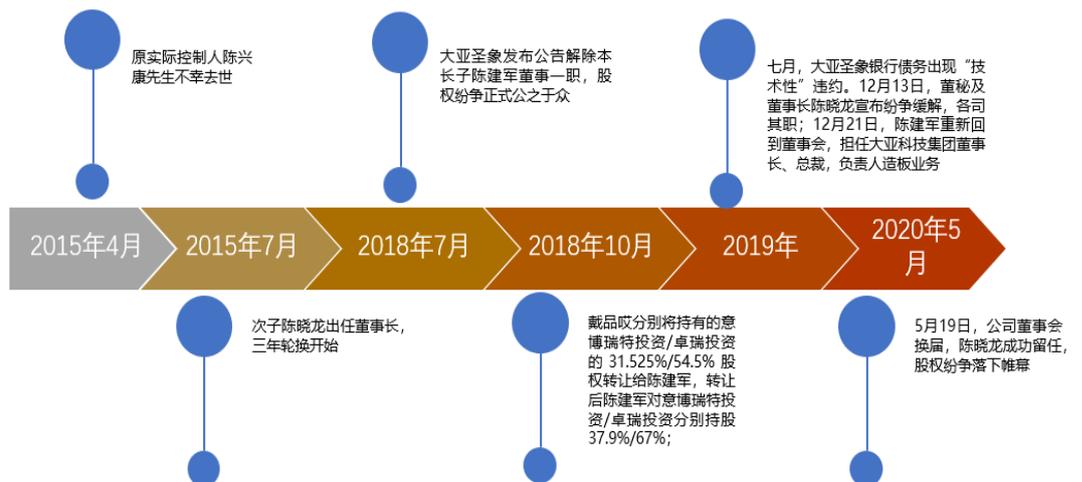
股权结构梳理完成，公司内部经营有望改善。截至 2020Q1，大亚圣象的控股公司大亚科技集团有限公司持有公司股权 45.91%。公司属于典型的家族企业，原控制人陈兴康先生于 2015 年不幸过世，其妻子戴品哎以及儿女陈建军、陈巧玲、陈晓龙私人继承其股权后成为大亚科技实际控制人。次子陈晓龙与长子陈建军在 2018 年因董事长轮换问题产生矛盾。2019 年 12 月纷争缓解，陈建军被重新提名为董事会成员，2020 年 5 月公司董事换届，陈晓龙成功留任，标志着公司股权纷争落下帷幕，目前公司股权结构梳理完成，内部治理效率有望提高。当前陈晓龙专注于上市主体木地板及人造板业务的经营，陈建军则主管集团的烟标等相关业务，兄弟管理分工已经明确。

图 2：大亚圣象股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 3：大亚圣象股权纷争时间线



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

二期股权激励解锁目标条件拔高，绑定核心团队齐心面对挑战。公司分别于 2016 年 7 月和 2017 年 7 月实施股权激励计划。

◇ 第一期

2016年7月公司首次实施限制性股权激励计划,激励对象包括副总裁、财务总监以及部分中层管理人员、技术人员共61名公司核心人员,授予股票共340万股,授予价格为7.04元/股,考核目标以2015年净利润为基数,2016-2018年净利润增长率不低于20%/35%/50%,对应净利润为4.68/5.27/5.85亿元,该轮激励目标均已达成。

◇ 第二期

第二次股权激励计划实施于2017年7月,激励对象包括副总裁、财务总监以及部分中层管理人员、技术人员共249名公司核心人员,授予股票共2864万股,授予价格为11.56元/股,考核目标相较第一期股权激励计划有提高,以2016年归母净利润为基数,2017-2019年增长率不低于12%/25%/45%,对应归母净利润为6.06/6.76/7.84亿元,2017与2018年目标已达成,2019年归母净利润录得7.2亿元,距离业绩目标略有差距。

表 1: 股权激励明细

	时间	阶段	解除限售比例	业绩考核	对应净利润 (亿元)	业绩是否达成	摊销费用 (万元)
第一次股权激励计划	2016/7/20	限制性股票授予日					226.36
	2016/7/20-2017/7/20	第一个解除限售期	40%	以2015年净利润为基数,公司2016年净利润增长率不低于20%;	4.68	达成	403.96
	2017/7/20-2018/7/21	第二个解除限售期	30%	以2015年净利润为基数,公司2017年净利润增长率不低于35%;	5.27	达成	156.71
	2018/7/20-2019/7/22	第三个解除限售期	30%	以2015年净利润为基数,公司2018年净利润增长率不低于50%。	5.85	达成	48.75
第二次股权激励计划	2017/7/10	限制性股票授予日					3,344.26
	2017/7/10-2018/7/10	第一个解除限售期	45%	以2016年归属于母公司股东的净利润为基数,公司2017年归属于母公司股东的净利润增长率不低于12%	6.06	达成	3,752.10
	2018/7/10-2019/7/10	第二个解除限售期	30%	以2016年归属于母公司股东的净利润为基数,公司2018年归属于母公司股东的净利润增长率不低于25%	6.76	达成	1,299.11
	2019/7/10-2020/7/10	第三个解除限售期	25%	以2016年归属于母公司股东的净利润为基数,公司2019年归属于母公司股东的净利润增长率不低于45%	7.84	未达成	318.31

资料来源:公司公告,长城证券研究所

上市以来累计分红率为 **8.9%**。公司上市以来实施现金分红共 11 次，累计分红率金额 4.86 亿元，累计分红率 8.9%，2013 年前现金分红率超过 20%，2014 年开始分红率维持在 10%。公司股息率在 0.5%-1.3% 区间。

表 2: 大亚圣象上市以来分红细节

年度	现金分红总额(万元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2019-12-31	7188.77	9.99%	0.13	0.93%
2018-12-31	7,201.74	9.94%	0.13	1.26%
2017-12-31	6,663.24	10.11%	0.12	0.52%
2016-12-31	6,369.24	11.77%	0.12	0.63%
2015-12-31	2,637.50	8.30%	0.05	0.30%
2014-12-31	1,582.50	9.68%	0.03	0.42%
2013-12-31	2,637.50	20.22%	0.05	1.00%
2012-12-31	2,110.00	17.03%	0.04	0.84%
2010-12-31	5,275.00	27.90%	0.10	1.16%
2004-12-31	2,312.50	38.37%	0.10	1.81%
2001-12-31	2,312.50	40.91%	0.10	0.96%
2000-12-31	2,312.50	40.04%	0.10	0.68%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

剥离非木业资产, 净利润增长明显。大亚圣象 2015 年之前经营业务涵盖较广, 包括人造板、木地板、烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信等业务, 2015 年开始将人造板、木地板两项核心业务以外的烟草包装印刷、汽车轮毂、信息通信等盈利能力较弱的业务, 形成以木地板、人造板为核心的经营模式。受此影响, 2015 及 2016 年公司营业收入同比 -9.04%、-14.92%, 从 2017 年开始回归正增长, 而 2015 及 2016 年由于对非木业资产的处置剥离, 以及借款减少, 归母净利润则大幅上升, 分别同比增长 94.37%、70.22%。

疫情影响边际减弱, 竣工端逻辑仍在, 预计收入端将逐步回暖。2019 收得营业收入/归母净利润 73/7.17 亿元, 同比分别为 +0.07%/-1.1%, 增速较慢主要原因在于工程端分流导致零售端短期承压, 公司发展出现瓶颈, 同时控制权纠纷进一步影响公司运营。2020Q1 受疫情影响营业收入和归母净利润大幅下降, 分别收得 7.55/-0.56 亿元, 同比分别为 -46.58%/-188.03%。当前新冠疫情已经逐步得到控制, 竣工逻辑叠加 Q1 需求后置, 预计 Q2 营收将回暖。

图 4: 大亚圣象营业收入 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

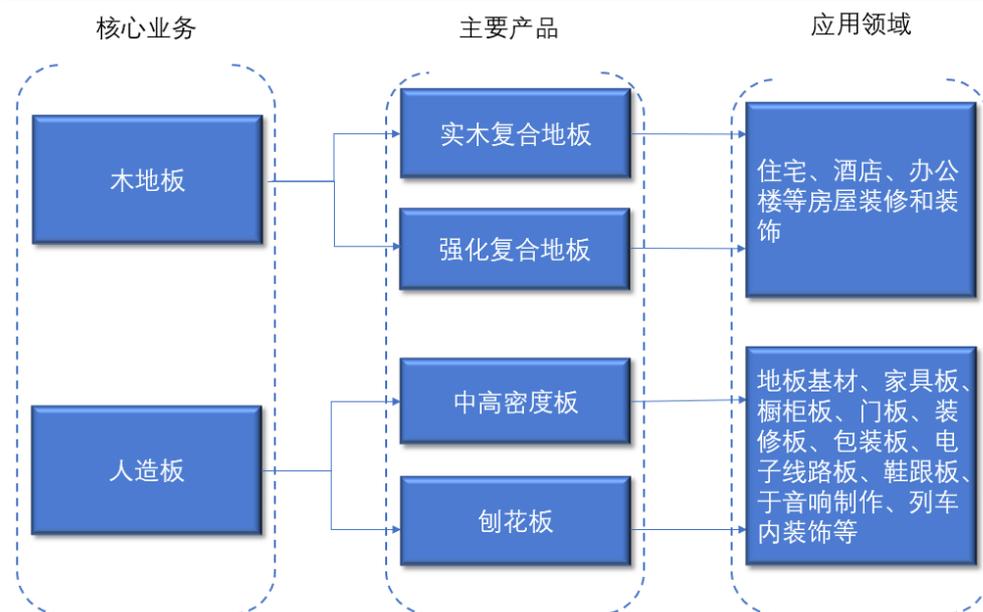
图 5: 大亚圣象归母净利润 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

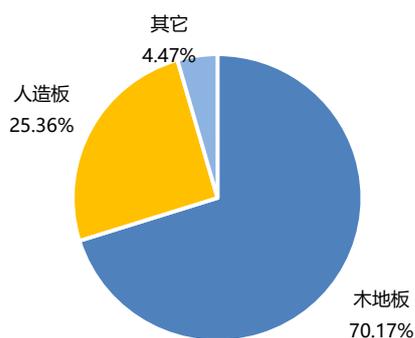
分产品收入：木地板为主，人造板为辅。2015年后公司以木地板、人造板为核心业务，其中木地板主要产品有“圣象”强化木地板、三层实木地板、多层实木地板，人造板业务主要产品有“大亚”中高密度纤维板和刨花，2019年木地板、人造板业务占收入比例分别为70.17%、25.36%。公司提出绿色产业链策略，布局全产业链，积极扩充产能，优化产品结构，有效提升木地板毛利率，木地板毛利率2019年达到43.03%，较2013年最低水平提升14.91pcpts。

图 6：大亚圣象主要产品及其应用领域



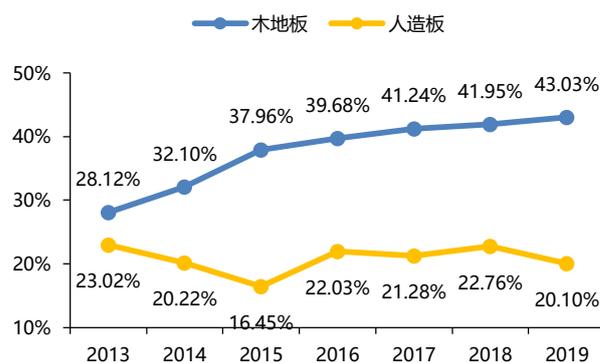
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 7：2019 年大亚圣象主营业务占比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 8：大亚圣象木地板及人造板毛利率（%）

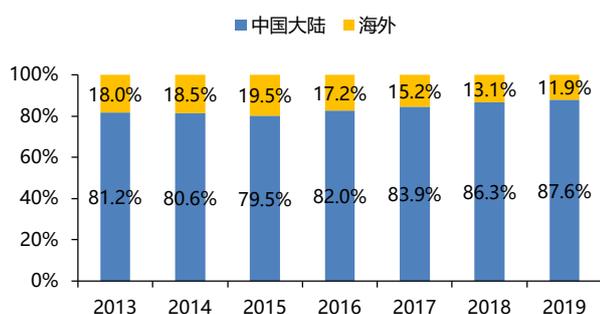


资料来源：公司公告，长城证券研究所

分地区收入：主攻国内市场，收入贡献逐年提升。中国大陆业务发展稳定，营收受业务剥离影响，2015-2016 分别同比-10.35%/-12.2%，随后回归增长，毛利率稳步上升，2019 收得 38.80%，较 2015 年上升 6.63pcpts，2019 年占收入比例为 87.6%。而近年来国外业务发展却不尽人意，从 2015 年开始收入不断下降。究其原因，主要是 2015 年美国“毒地板”事件发生后对中国木地板出口负面影响较大，公司木地板出口受影响较大，另外

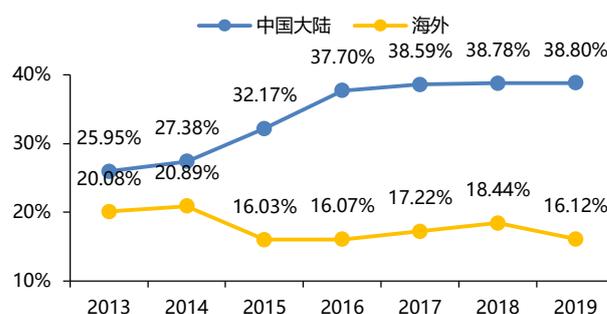
2018 年中美贸易摩擦再次冲击公司木地板出口，公司海外业务占比逐年下降，2019 年海外业务占比仅为 11.91%，较 2015 年下降 7.61pcpts。2019 年 Q3 大亚圣象收购福建华宇集团，补充 SPC 地板品类，SPC 地板是刚性塑料地板，基材由石粉与热塑高分子材料在搅拌均匀后再经高温挤压制成的复合板材，同时兼有木材与塑料的性能与特征，在美国发展较好，同时关税降低（竹木类地板和 PVC 地板都从 25% 降低至原有的 10%），疫情过后海外业务有望回升。

图 9：大亚圣象分地区业务占比变化



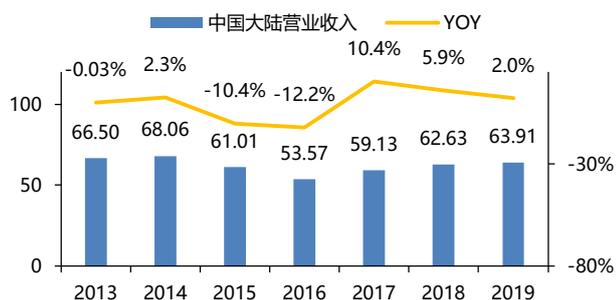
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 10：大亚圣象分地区业务毛利率 (%) 对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 11：大亚圣象中国大陆营收 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源：公司公告，长城证券研究所

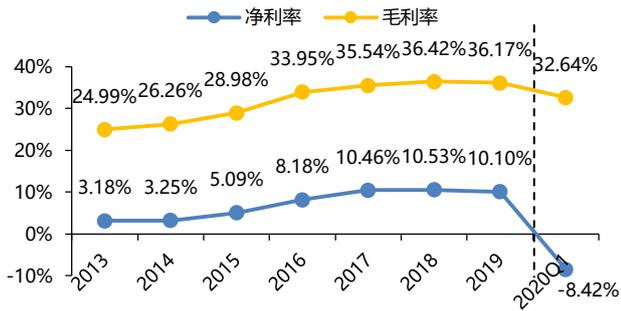
图 12：大亚圣象海外业务营收 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源：公司公告，长城证券研究所

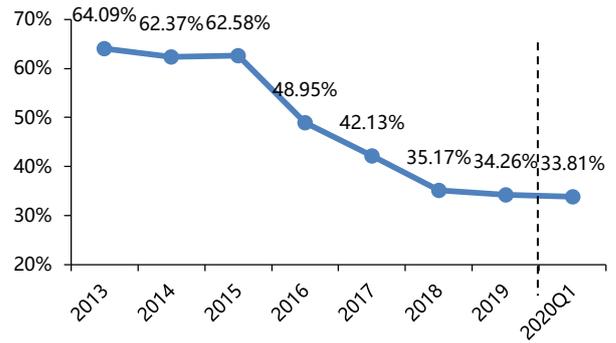
全产业链战略有效控制成本，主动去除杠杆，费用保持稳定，盈利能力维持。近年来林业受国家政策调控，环保力度不断加强，木地板、人造板原材料价格不断上升，而公司拥有 20 万亩林地权，从原材料到人造板再到木地板成品全产业链均有布局，规模效应影响下净利率与毛利率均不断上升。2019 年毛利率/净利率分别为 36.17%/10.10%，较 2015 年分别上升 7.19pcpts/5.01pcpts，2020Q1 受疫情影响净利率大幅下降，收得-8.42%，Q2 有望回暖。从费用端看，公司费用投放保持稳定，2016-2018 年稍有上升，均投放至销售费用与管理费用，加大宣传及研发投入，而由于主动去杠杆，利息费用有效减少，财务费用在不断下降。2020Q1 受疫情影响，营收大幅下降，导致费用率大幅上升。从资产负债率看，公司自 2015 年以来剥离非木业资产，主动去除杠杆，几乎清除了表外负债，资产负债率从 2015 年的 62.58% 降低至 2019 年的 34.26%。

图 13: 大亚圣象净利率及毛利率对比



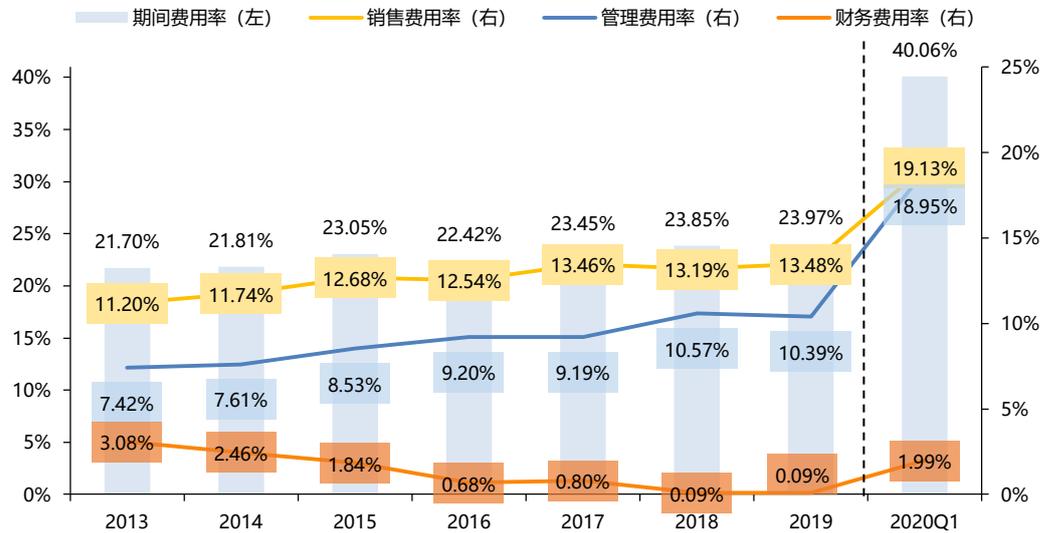
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 14: 大亚圣象资产负债率 (%) 一览



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 15: 大亚圣象期间费用率一览



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2. 核心竞争力之产品：全产业链布局降本增效，重研发环保产品引领行业

2.1 绿色产业链战略，产品结构持续优化

唯一布局林业—人造板—木地板全产业链公司，打造产业壁垒。公司实行“绿色产业链”战略，已建成一条完善的涵盖资源、基材、工厂、研发、设计、营销、服务等各大环节的森工行业上下游的绿色产业链。公司打通了产业链上下游，在产业链上形成了林业—人造板—木地板全产业链，也是唯一全产业链布局的木地板公司。

自有林地减少原材料价格高企风险。大亚圣象的主要原材料都是原木、“三剩物”和次小薪材，这些原材料均来自于林业，受国家环保政策、林业产业政策以及周边国家日益严格的环保政策影响，原材料产量预期会减少，价格有上升风险。目前国内已逐步禁止对天然林的商业性砍伐，原材料来源仅为国内人造林与国外进口，**大亚圣象拥有 20 万亩林地权，50 万亩林地资源，是国内主营木地板上市公司中目前唯一自有林地权的公司**，有效应对原材料稀缺化下成本上升的风险，盈利能力波动较小。

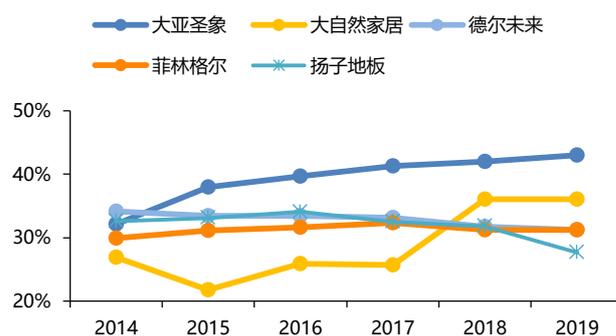
多层实木地板占比提升，产品结构优化。为维持木地板高毛利，公司不断优化产品结构，提高毛利较高的多层实木地板与三层实木地板销售占比，公司产品均价自 2015 年以来不断上升，从 2015 年的 89.24 元/平方米上升至 2019 年 103.72 元/平方米。不断优化的产品结构保证了木地板维持高毛利水准，大亚圣象木地板的毛利率随此不断上升，处于行业最高水平，2018 年毛利率达到 41.95%，而同业竞争者大自然家居、德尔未来、菲林格尔、扬子地板木地板毛利率均处于 30%-35% 区间，与大亚圣象存在一定差距。

图 16: 大亚圣象木地板均价 (元/平方米) 和 YOY (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

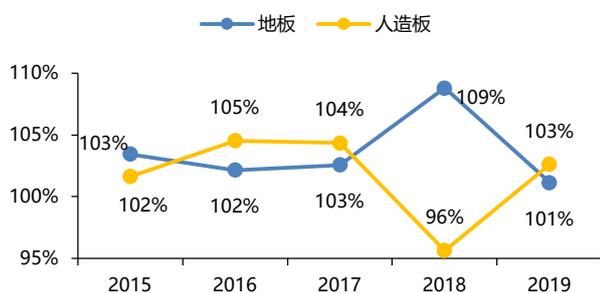
图 17: 各公司木地板毛利率 (%) 变化



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

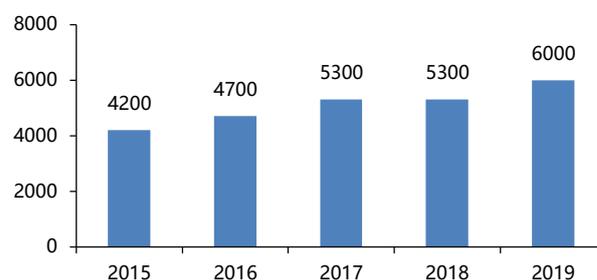
产能多维度扩充，产品结构优化。公司近年来产能承压，2015-2017 年地板和人造板产销率均突破 100%，2018 年江苏宿迁 50 万刨花板项目投产，缓解部分人造板产能压力，2019 年底收购福建华宇集团，扩充木地板产能，地板产能增加 700 万平方米/年，补充 SPC 地板品类，有效补充地板产能及产品结构。2019 年年报显示，公司目前地板产能达到 6000 万平方米，人造板产能 185 万立方米。

图 18: 大亚圣象地板和人造板产销率



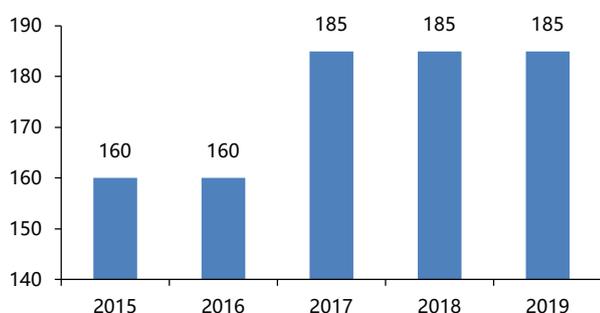
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 19: 大亚圣象地板产能 (万平方/年) 变化



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 20: 大亚圣象人造板产能 (万立方/年) 变化



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

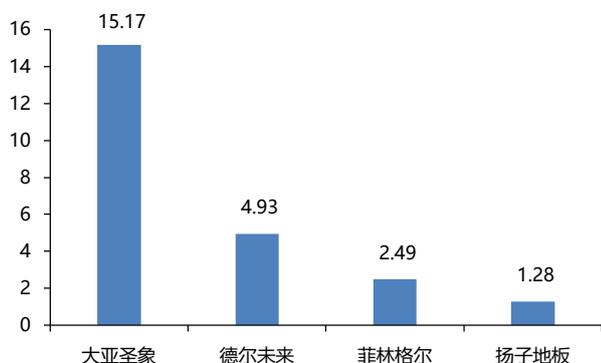
2.2 专注产品研发创新, 双品牌价值凸显

在我国工业化木地板快速发展的时期, 大亚便剑指木地板龙头, 扎实打磨生产线及产品。1995 年大亚就成为第一家将强化复合木地板大规模引入中国的地板企业, 并成为复合木地板的最佳推广者, 将“圣象”与“复合地板专家”绑定。木制品由于制作缓解需要添加各类粘合剂, 甲醛含量令人担忧, 各种“毒地板”事件层出不穷, 因此消费者购买地板时甲醛释放量成为其重要考量因素, 各公司对环保产品的研发实力尤为重要。而公司也不断强化自身“环保、无醛”的品牌定位: 2004 年, 公司在中国木地板届提出 E0 环保标准理念, 建成 E0 级健康基材生产基地, 为业内首家; 2010 年, 公司也是第一个获准采用 F4 星至高环保标准的企业。

研发投入业内第一, 拉开同业差距。大亚圣象在研发领域的支出为行业第一, 公司研发费用持续提高, 2016-2019 年研发投入分别为 1.23/1.37/1.48/1.52 亿元, 2019 年拥有研发人员 582 人, 研发投入与研发人员均远高于菲林格尔、德尔未来和扬子地板。以此为基础, 2016-2019 年公司分别获得专利数 41/59/79/86 项。公司曾先后设立博士后科研工作站、省级技术中心、工程中心, 拥有行业内首家经国家认证的地板实验室。且公司于 2018 年投资 4.5 亿元于上海浦东新区建立研发楼, 该基地初期将设置“三个中心一个平台”, 即“产品研发中心、营销管理中心、产品体验中心和大数据运营管理平台”, 以

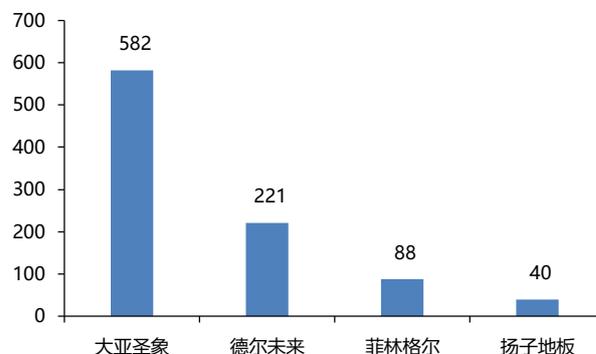
需求主导为创新方向，开启公司大家居战略。公司对在研发上的投入进一步夯实其龙头地位，打造差异化产品，使公司产品在环保、性能、设计等方面均处于行业领先水平。

图 21：各公司 2019 年研发支出（千万）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 22：各公司 2019 年研发人员数量（人）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 23：大亚圣象 2016-2019 年研发支出（亿元）和 YOY



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 24：大亚圣象 2016-2019 专利获取数（项）逐年增加



资料来源：公司公告，长城证券研究所

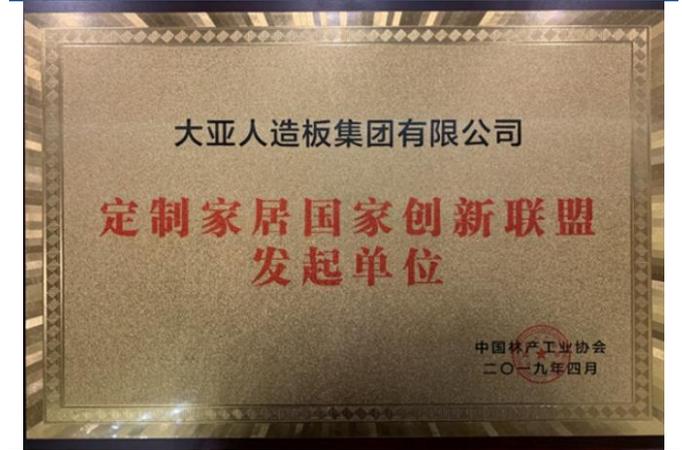
“大亚”与“圣象”双品牌共筑公司品牌护城河。在 2019 年“中国 500 最具价值品牌”排行榜显示“圣象”和“大亚”品牌价值分别达到 502.85 亿元和 158.69 亿元，分别位于家居行业 and 人造板行业榜首。在消费者对健康和环保要求不断提高的大环境下，大亚和圣象品牌不断突破自身研发实力，推成出新，加强消费者对品牌认可程度。其中，圣象地板于 2020 年疫情肆虐的情况下，推出新一代纳米光触媒抗菌地板，一经推出便广受消费者关注，满足消费者对健康地板的需求，大亚人造板于 2018 年成功开发出高防潮低吸涨刨花板人造板防霉剂及抗菌防霉人造板、普通低成本定制防潮刨花板、高防潮地板基材、圣象无醛地板基材等，于 2019 年作为发起单位入选定制家居国家创新联盟。不断研发出的新产品有效打造产品差异化，提升消费者认可，进一步增强品牌影响力，为公司业务增长提供保障。

图 25: 圣象纳米光触媒抗菌地板



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

图 26: 大亚人造板入选定制家居国家创新联盟



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

3. 核心竞争力之渠道：工程端与核心客户合作深化，零售端门店数量领先

3.1 与地产龙头深度合作，工程渠道高速发展

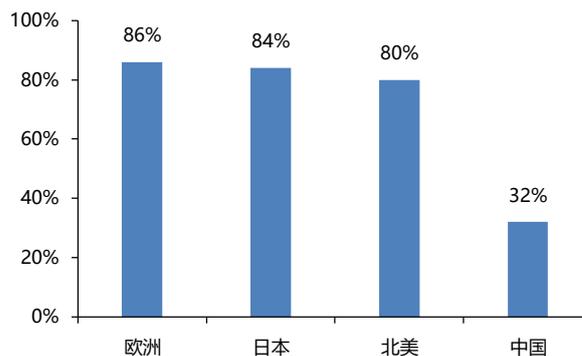
精装房数量上升确定，渗透率持续走高。2017 年国家住建部发布《建筑业发展十三五规划》，明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，基于此政策，各地区纷纷出台省市级政策推动精装房占比提升，同时年轻化的消费者“拎包入住”消费观念亦增加精装房需求。政策推动及消费偏好变化的驱动下精装房数量及渗透率正在迅速上升，2015-2019 年精装房开盘数由 82 万套迅速增长至 319 万套，根据奥维云网数据显示，2019 年我国精装房渗透率达到 32%，提前完成 30% 指标，但是与海外北美(80%)、欧洲(86%)、日本(84%)仍有一定差距，发展空间较大。伴随竣工恢复，预计 2020-2022 精装房将继续高速发展，木地板 B 端市场规模 2018 年为 46.1 亿元，未来预计保持高速发展，预测 2030 年达到 112 亿元。

图 27：国内精装房开盘数（万套）变化



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

图 28：2019 年各国精装房渗透率 (%)



资料来源：奥维云网，长城证券研究所

图 29：木地板 B 端市场规模（亿元）及其 YOY (%)



资料来源：奥维云网，长城证券研究所测算

长期来看，未来几年地产竣工提升确定性大，根据国家统计局数据显示，2018-2019H1，房屋竣工累计同比处于-10%~-13%区间，竣工端 2019Q3 开始恢复，2019 年累计同比 2.6%，2019 年 12 月当月竣工同比增幅达 20.70%。2020Q1 受疫情影响竣工回暖节奏被打乱，2

月和3月竣工面积累计同比分别为-22.9%和-15.8%，预计竣工回暖态势将持续，叠加Q1延迟确认的竣工数量，Q2竣工数据有望表现靓丽。

图 30: 竣工端开始改善

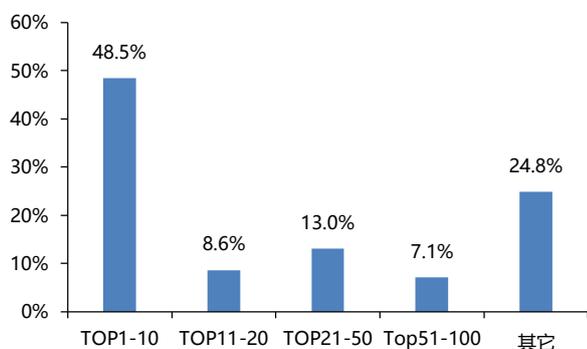


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

早期介入工程渠道，绑定地产龙头公司。公司在 2008 年便开始成立工程项目部，2009 年与万科建立战略合作，为万科的 A 类供应商；2012 年工程项目部独立运营；截至 2019 年末，公司工程战略客户已超过 90 个，基本涵盖地产 Top100 公司。2019 预计工程业务量有 35% 以上增长，占木地板总销量的 30%-40%，测算于 B 端的市占率高达 35%。

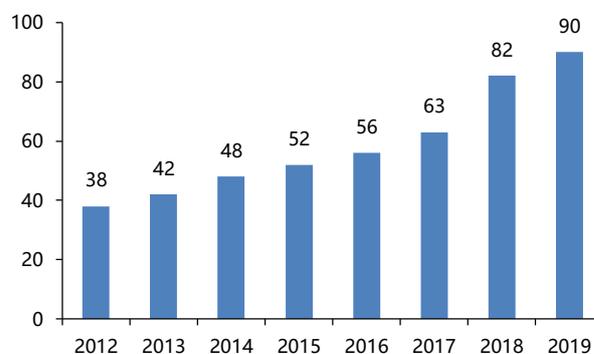
乘龙头之风，工程端份额有望持续提升。精装房基本被 Top100 地产公司掌握，根据奥维云网数据显示，2018 年精装房 TOP100 地产公司占据 75%，TOP10 占据 48.5% 的市场份额。龙头地产公司对于精装房赛道切入较早且较为重视。房企为保障房屋品质对供应商的资质、产能规模、品牌知名度、安装服务能力等要求更为严格。大亚圣象作为行业龙头，一直是房企在木地板的首选，2020 年首选率达到 18%。公司不断与龙头房企深度合作将保证工程端高速发展，行业份额将不断上升。

图 31: 2018 年国内 TOP100 房企精装房市场份额



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 32: 圣象地板战略合作伙伴数量 (个)



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 33: 2020 地板品牌首选率



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 34: 圣象地板部分合作伙伴

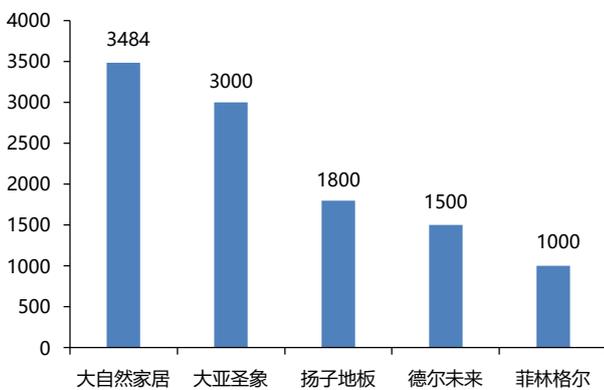


资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

3.2 零售端门店数量领先，服务体系完善

零售端线下营销网络分布广泛，线上同步布局。圣象地板线下营销网络遍布全球，下设 42 个国内分公司，55 个海外合作伙伴，在国内拥有 3000 多个统一形象地板专卖店和 700 多家定制家居门店，地板专卖店数量处于国内领先水平，地板线下营销网络布局完善。同时，公司在线上开拓了天猫、京东、苏宁的在线分销专营店。

图 35: 圣象地板 2019 年门店数量行业领先



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 36: 圣象地板全国统一形象门店



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

圣象地板服务体系完善，消费者认可度高。公司在开拓营销网络的同时，推出了一系列的服务体系，推出圣像管家服务体系。售前提供线上资讯、线下导购，并免费测地坪，为消费者提供全面咨询服务；售中全国多家分公司拥有专业物流配送体系，在行业内率先打破安装外包模式，配备 5000 名安装技师随时待命，第一时间满足客户安装需求；售后全国圣象地板拥有 2000 多家服务网点，随时满足客户售后反馈，确保保修 8 小时内回应，维修 24 小时内上门。完善的服务体系和差异化产品有效提高消费者满意度。

图 37: 圣象地板服务流程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

零售端短期承压，公司加强精耕细作。圣象地板近年来零售端受国家地产调控，房地产竣工减弱、工程业务分流影响，2018-2019 零售端销售承压，公司自 2015 年起不再扩张线下门店数量，门店数量保持 3000 家左右。为应对零售承压情况，公司不断加强品牌建设和推广，以环保为核心，加大广告投入，积极开展全国 315、618 营销活动。**经销商方面**，公司提出多品类、全渠道、全覆盖计划，把经销商一级、二级做了提升计划、帮扶计划、人才输出计划，下派公司专业队伍对经销商互联网、数据思维进行培训，深挖有潜力的经销商，引入年轻群体对经销商体系做迭代。

交房回暖提振零售，长期存量房需求有望持续提升。2020-2022 年交房将回暖，零售端销量有望改善。同时长期来看，随着经济发展，存量房翻新需求将逐步释放，仍为终端需求的中坚力量。公司在 C 端长期精耕细作构建的护城河将助力公司把握存量翻新的流量。

4. 行业概况：木地板、人造板行业结构待改善，集中度有望上升

4.1 木地板：行业发展平缓，产品结构有望持续优化

木地板总体增速缓慢，未来增速有望上升。近年来随着房地产行业进入发展平稳期，中国木地板行业从 2015 年开始缓慢发展。根据中国林业年鉴，中国木地板 2018 年销量为 6.16 亿平方米，同比+3.0%，销售额 1040 亿元，同比-2.6%，单价 168.5 元/平方米，同比-5.4%。房屋竣工于木地板销量呈正相关关系，判断 2020-2022 竣工端修复，木地板需求将会增加，销量增速有望上升。

图 38：中国木地板销量（亿平方米）和 YOY



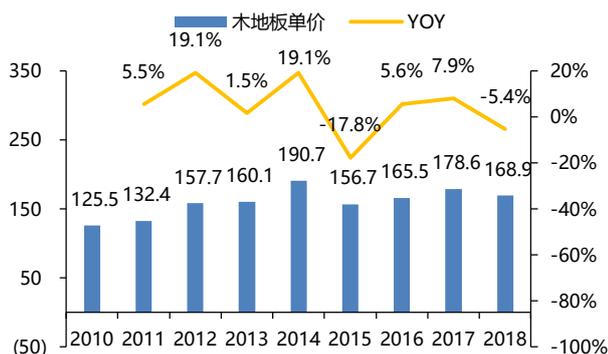
资料来源：中国林业年鉴，长城证券研究所

图 39：中国木地板销售额（亿元）和 YOY



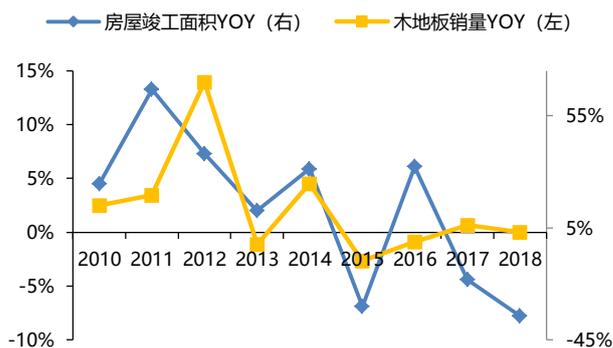
资料来源：中国林业年鉴，长城证券研究所

图 40：中国木地板单价（元/平方米）和 YOY



资料来源：中国林业年鉴，长城证券研究所

图 41：中国房屋竣工和销量 YOY



资料来源：中国林业年鉴，国家统计局，长城证券研究所

从产品结构看，实木复合地板加速发展。木地板主要可分为强化复合地板、实木复合地板、实木地板、竹地板四类，其中强化复合地板和实木复合地板由于其综合能力相对较好，成为市场上的主流品类。根据中国林产工业协会地板专业委员会不完全统计，2019 年规模以上木地板企业中强化复合地板总销量 2.16 亿平方米，同比+1.2%，占规模以上木地板销量的 50.92%，同比-0.23ppts，占比虽然有所下降，但仍然是木地板中占比最高的品类。实木复合木地板是增长最快的品类，据统计规模以上企业实木复合地板 2019 年销量 1.27 亿平方米，同比+5.7%，市场份额为 30%，同比+1.15ppts，2010 年以来提升了 8ppts。实木复合地板兼具实木地板的舒适性和强化复合地板的物理性能，且更为环保，

近年来颇受消费者青睐。在全民倡导健康环保的消费大环境下，实木复合地板的销量和市场份额有望持续高于行业增速发展。

表 3: 各品类地板对比

地板种类	观感	舒适度	物理性能	安装	保养	环保性	寿命	价格	资源利用率
强化复合地板	非天然	中	优	简便	简便	差	最长	低	高
实木复合地板	天然	优	优	简便	简便	中	较长	较高	高
实木地板	天然	优	差	较繁杂	较繁杂	优	长	高	低
竹地板	天然	中	中	较繁杂	较繁杂	优	短	中	高

资料来源: 菲林格尔招股说明书, 长城证券研究所

图 42: 强化复合地板销量 (亿平方米) 和 YOY



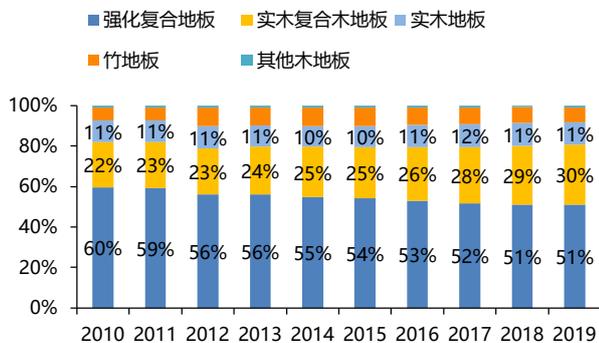
资料来源: 中国林产工业协会地板专业委员会, 长城证券研究所

图 43: 实木复合地板销量 (亿平方米) 和 YOY



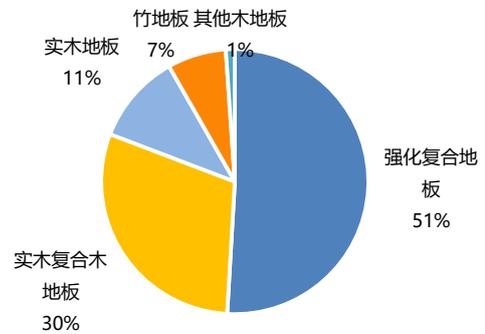
资料来源: 中国林产工业协会地板专业委员会, 长城证券研究所

图 44: 各木地板品类市场份额一览



资料来源: 中国林产工业协会地板专业委员会, 长城证券研究所

图 45: 2019 年木地板各品类市场份额

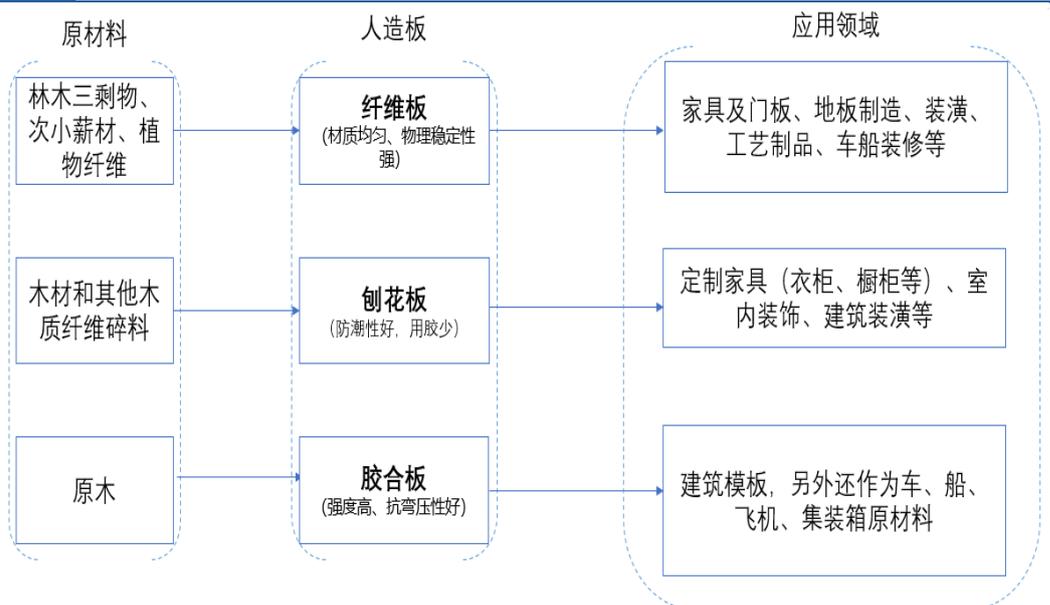


资料来源: 中国林产工业协会地板专业委员会, 长城证券研究所

4.2 人造板: 定制繁荣带动发展, 刨花板占比逐步提高

人造板主要分为胶合板、纤维板和刨花板三种。均是以原木、林木三剩物以及其他木质纤维作为原材料生产的, 人造板的应用提高了木材的利用率, 纤维板和刨花板可充分利用林木加工剩余物进行生产, 对保护森林资源起到十分积极作用。人造板主要应用领域为家具领域, 据前瞻产业研究院数据显示, 我国 2018 年人造板产量中 65% 应用于家具制造领域。

图 46: 人造板产业链



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

人造板产量发展趋缓, 胶合板占比最大。近年来我国人造板行业发展趋于平稳, 据中国林业年鉴统计, 2010-2018 年人造板行业产量 CAGR 为 8.7%, 2018 年我国人造板产量为 2.99 亿立方米, 同比+1.44%, 在 2017 年产量下滑 (美国提高甲醛排放标准) 后回归正增长, 2018 年我国人造板产值为 6686 亿元, 同比增长 1.1%, 产值与产量同步发展趋缓。从产品结构看, 胶合板由于其强度高、耐弯性好, 且生产工艺较为成熟, 可广泛应用于家具、建筑装饰、车船制造等多个领域, 所以其占比最高, 2018 年胶合板产量为 17898 万立方米, 同比+4.1%, 占人造板产量比例高达 59.8%。纤维板和刨花板 2018 年产量分别为 6168 万立方米和 2732 万立方米, 同比分别为 -2% 和 -1.6%, 占比分别为 20.6% 和 9.1%。

产品结构将面临调整, 刨花板占比有望提高。胶合板目前占比虽然最高, 但是原材料大径木材在我国基本没有, 高度依赖进口, 近年来随着国外环保政策不断加强, 木材进口价格不断上升, 企业成本加剧, 胶合板未来占比将会下降。下游景气有望提升刨花板占比, 刨花板作为目前定制家具的主要原材料, 随着定制家具渗透率的提升, 刨花板未来增速将超过胶合板、纤维板, 在人造板中的占比将不断上升。

图 47: 人造板产量 (亿立方米) 增速趋缓



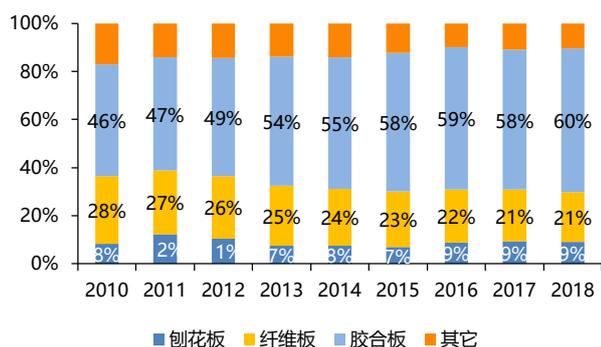
资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

图 48: 人造板年产值 (千亿元) 增速趋缓



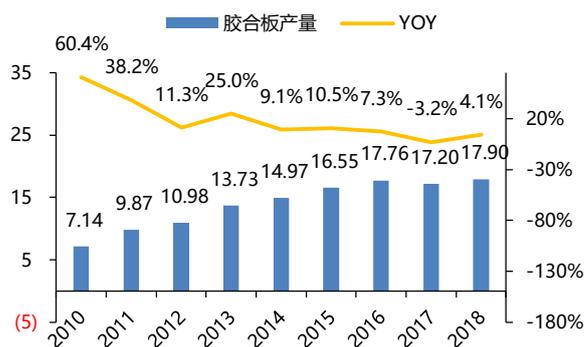
资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

图 49: 各品类人造板产量占比 (%)



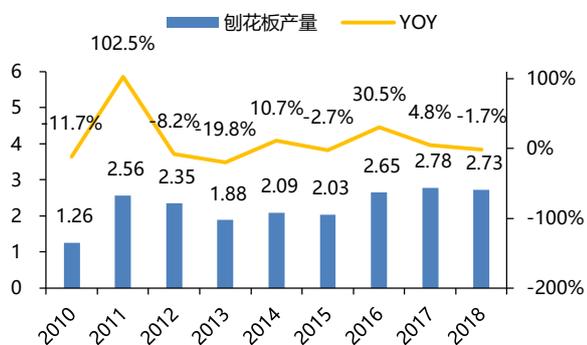
资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

图 50: 胶合板产量 (千万立方米) 和 YOY (%)



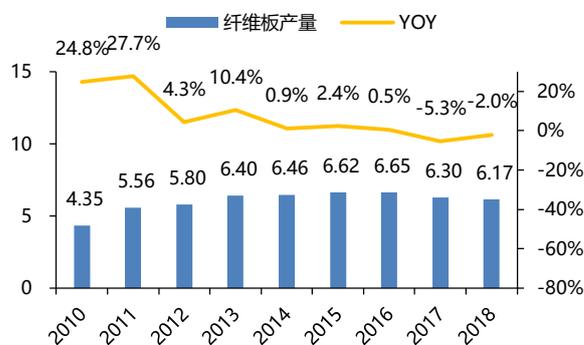
资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

图 51: 刨花板产量 (千万立方米) 和 YOY (%)



资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

图 52: 纤维板产量 (千万立方米) 和 YOY (%)

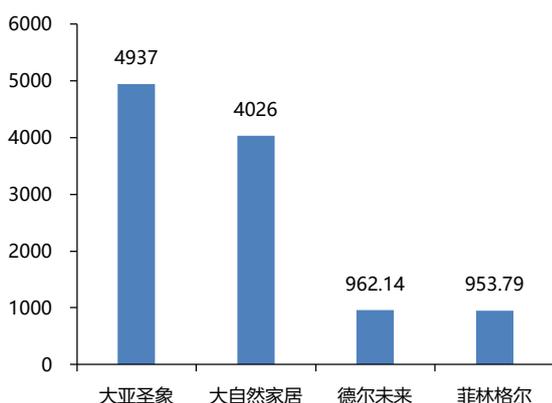


资料来源: 中国林业年鉴, 长城证券研究所

4.3 集中度: 环保意识提升驱动供给、需求两端集中, 龙头份额有望持续提升

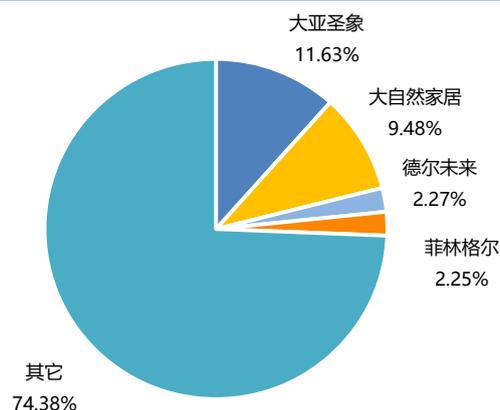
大亚与大自然是木地板行业双龙头。一线上市木地板销售规模较大的有大亚圣象、大自然家居、菲林格尔、德尔未来, 其中大亚圣象为行业第一, 2019 年以 4937 万平方米销量占据 11.63% 得市场份额; 大自然紧随其后, 取得 9.48% 的市份额, 两家公司的市占率远高于其他木地板品牌, 竞争格局较优。

图 53: 2019 年木地板公司销量 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 54: 2019 年木地板市场集中度

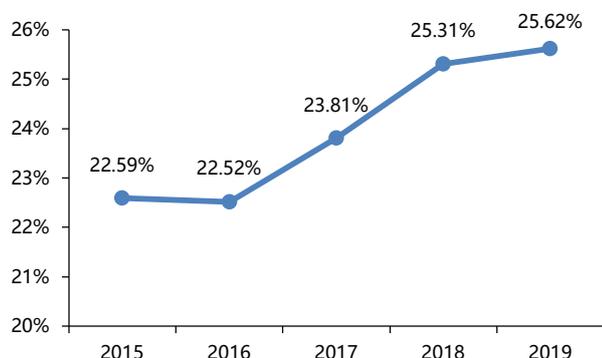


资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

备注: 测算口径为规模以上木地板企业总销量

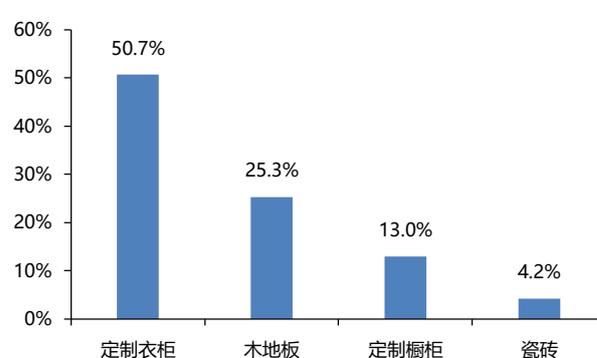
木制品家具的集中度较高, 且木地板行业集中度持续提升。横向对比来看, 定制衣柜、木地板的 CR4 较高, 分别为 51%、25%。纵向对比来看, 木地板行业的行业集中度也在逐步提升, 2019 年相较 2015 年提升了 3pcpts。

图 55: 木地板行业 CR4 变化



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 56: 各家居品类 CR4 对比



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

我们认为木地板行业较高的集中度为环保意识驱动供给、需求两端的收缩所致, 而集中度提升的趋势将持续。

● 需求端

C 端: 我们认为因为定制衣柜、木地板的原材料中木料占比较高, 而木料的优劣或是制作流程的设计将显著影响家具产品的环保性, 但消费者欠缺对于木质产品的了解, 只能依赖于品牌来建立对产品的信心, 因此木质家具大品牌的优势明显。

B 端: 当前的精装房主要集中在龙头企业, 为了保障其房屋的品质及口碑, 为了消费者能够更好地实现拎包入住, 房企需要严格控制甲醛含量, 与此同时, 采用优质品牌将更好地为房企的精装房背书, 从而实现溢价。因此木地板品牌于 C 端的品牌力也在逐步传

导至 B 端，并且伴随精装房的加速放量和房企的集中化，将带动行业集中度加速提升（大亚 B 端市占率约为 35%，高于行业市占率 10%）。

● 供给端

原材料：木地板原材料主要为原木、人造板（来自于林木三剩物和其它植物纤维）。而我国森林资源匮乏，是全世界森林资源最短缺的国家之一，2017 年国家便出台政策全面停止天然林商业采伐，原材料只能来自于人工林和进口木材，根据中国木业网数据显示，2018 年我国共进口木材 11194.4 万立方米，对外依存度超过 60%，而目前多个国家开始限制木材出口，保护森林资源。原材料价格不断上升，上游没有自有森林资源的中小企业面临着巨大压力。

环保政策：国家近年来不断出台政策限制人造板产品甲醛排放水平，甲醛含量高低主要取决于人造板制造过程中的胶水用量，通常来说每立方米胶水含量胶合板<刨花板<纤维板。对甲醛释放的高要求意味着对企业研发实力的高要求以及成本的增加，近年来各上市公司不断研发出各种甲醛含量低的环保产品，产品的差异化和对环保的高要求使中小企业不断被淘汰，截至 2018 年底，全国累计注销、吊销或停产胶合板类产品生产企业 3350 余家；关闭、拆除或停产纤维板生产线累计 637 条，关闭、拆除或停产刨花板生产线累计 1001 条。日益严格的环保政策提升了人造板和木地板的研发成本和原材料成本，中小企业研发实力不足，面对成本上升的抗风险能力弱，行业集中度将向行业龙头倾斜。

表 4：甲醛释放政策

时间	政策	内容
2018 年 5 月 1 日	《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》	取消原标准中干燥器法、穿孔萃取法的甲醛释放限量值，其测定试验方法统一为“1 立方米气候箱法”，规定室内装饰装修材料用人造板及其制品中甲醛释放应 ≤ 0.124mg/m ³ ，取消了原标准的 E2 级别，限量标识为 E1；
2018 年 7 月 1 日	《绿色产品评价人造板和木质地板》	绿色人造板的甲醛释放量应 ≤ 0.05mg/m ³
2018 年 8 月 1 日	《无醛人造板及其制品》	明确了无醛人造板的定义，且规定无醛人造板甲醛释放量应 ≤ 0.03mg/m ³

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 57：丰林集团无醛板



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 58：大亚人造板 E0 级刨花板



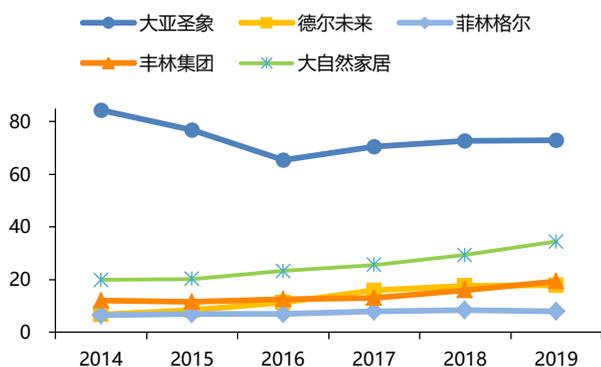
资料来源：公司官网，长城证券研究所

人造板方面，行业竞争激烈，集中度低，但环保意识仍是重要的催化剂。相较于木地板行业，人造板行业内以中小企业为主，竞争十分激烈，行业内产能最高的大亚人造板 2018 年人造板产量为 161 万立方米，仅占 2018 年总产能的 0.54%，其余人造板上市企业均未超过大亚人造板。人造板的行业门槛低，国内人造板设备的质量和产量完全满足市场要求，一条小规模胶合板生产线的成本仅在 800-1000 万元左右，技术和资金的低准入门槛大量催生了中小企业。但是随着需求端对环保要求的提升，和环保政策的趋严，人造板集中度提升逻辑也较为顺畅。此外，本次疫情使得正常的生产消费活动停滞，对于企业的资金流动造成较大的压力，部分中小企业或加速出清。

5. 同业对比：大亚圣象收入体量稳居龙头

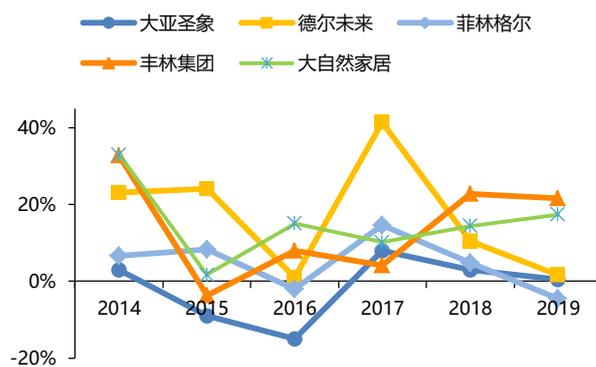
大亚圣象收入体量稳居龙头，增速因体量较大排名较后。在可比公司中，大亚圣象营业收入一直远超同业竞争者，2019 年营收达到 72.98 亿元，是排名第二的大自然家居的 2.11 倍。而因为最大的体量，在增速略显疲弱，2019 年营收同比+0.51%，排名仅高于菲林格尔。

图 59：各公司营业收入（亿元）对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

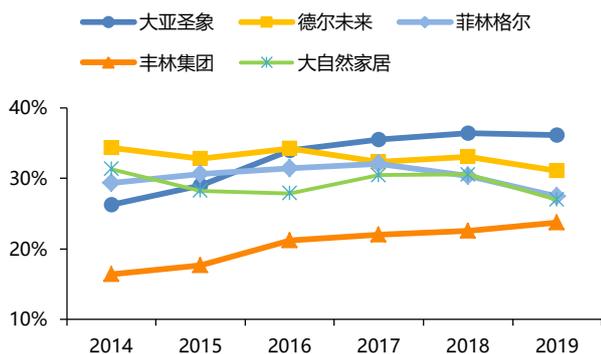
图 60：各公司营业收入 YOY (%) 对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

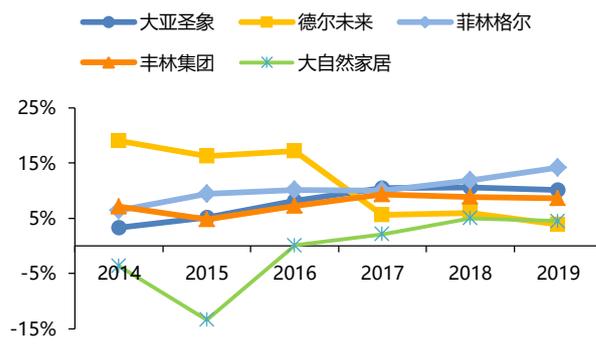
大亚圣象在剥离非木业产业后，毛利率、净利率迅速成长。大亚圣象在 2015 年前毛利率和净利率水平较低，处于行业排名较低位置，2015 年后剥离非核心资产，大力发展绿色全产业链战略，毛利率迅速成长，2019 年为 36.17%，高出第二德尔未来 5.11ppts。净利率自 2015 年来平稳上涨，2019 年为 10.1%，稍低于行业第一菲林格尔，净利率位列第二的主要因为未菲林格尔严控费用支出，期间费用率业内最低，而公司近年来加大市场推广抬高销售费用率，以及公司大力发展研发同时实施股权激励，提高了管理费用率。

图 61：各公司毛利率 (%) 对比



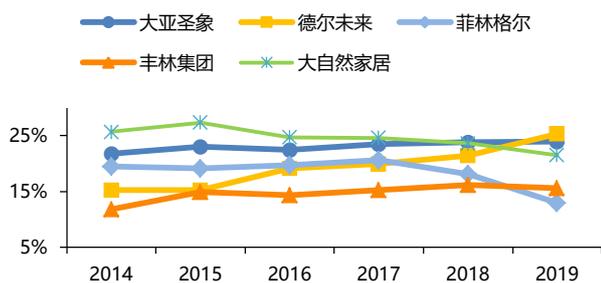
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 62：各公司净利率 (%) 对比



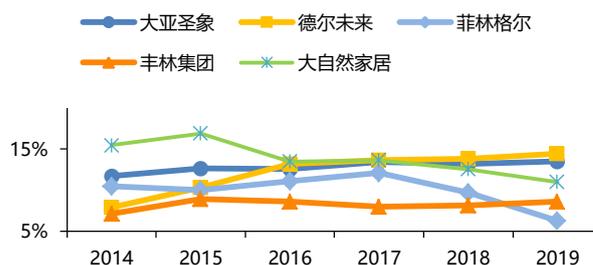
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 63: 各公司期间费用率 (%) 对比



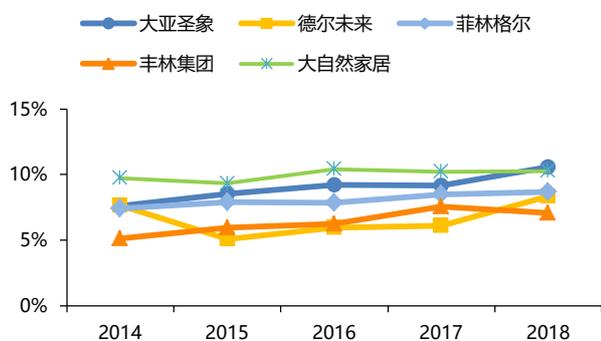
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 64: 各公司销售费用率 (%) 对比



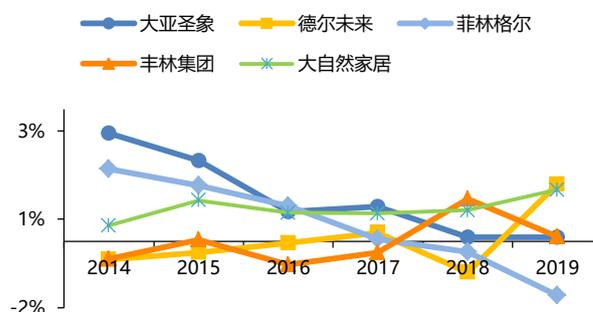
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 65: 各公司管理费用率 (%) 对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

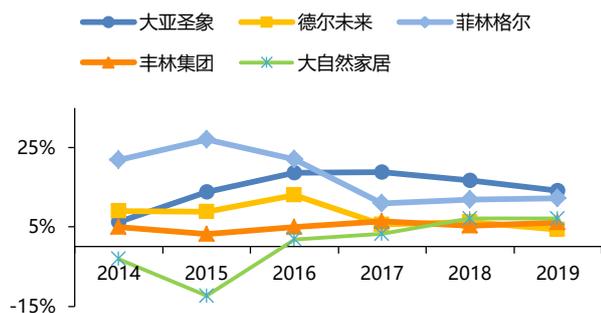
图 66: 各公司财务费用率 (%) 对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

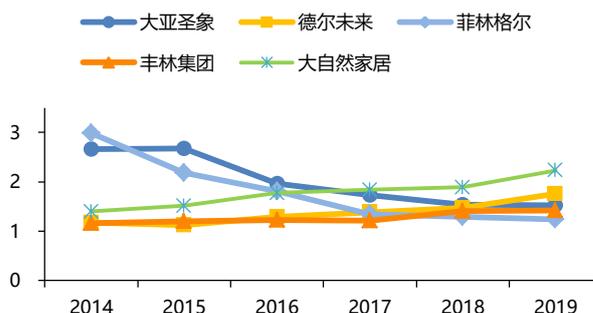
大亚圣象 ROE、资产周转率水平均为行业最高。得益于剥离非核心资产, 2015 年以来公司净利润上升, 净资产减少, 使公司 ROE 自 2017 年以后便处于行业最高水平, 2019 年录得 14.2%。资产周转率 2018 年为 97.69%, 主要得益于公司的固定资产周转效率较高; 存货周转天数方面, 大自然表现较佳, 主要由于其采用“品牌授权”轻资产模式, 而菲林格尔采用“订单生产为主+安全库存为辅”相结合的生产模式来严控存货周转质量; 应收账款周转天数方面, 公司处于行业中游, 大自然的收款长周期主要由于其有部分木制品贸易或采用较强力度的授信方式所致, 同样大亚也有部分 2B 的刨花板业务, 整体账期或长于主要面对零售的菲林格尔、德尔未来; 应付方面, 剔除从事木材贸易的大自然, 公司对上游的议价能力最强。

图 67: 各公司 ROE (%) 对比



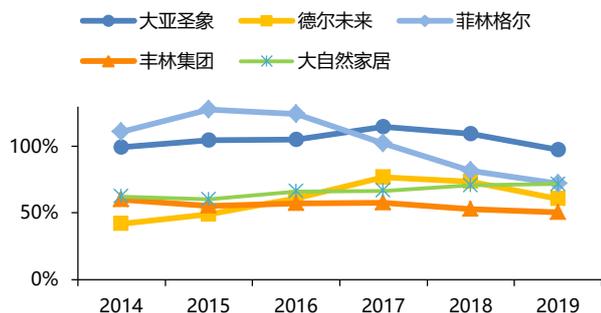
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 68: 各公司权益乘数对比



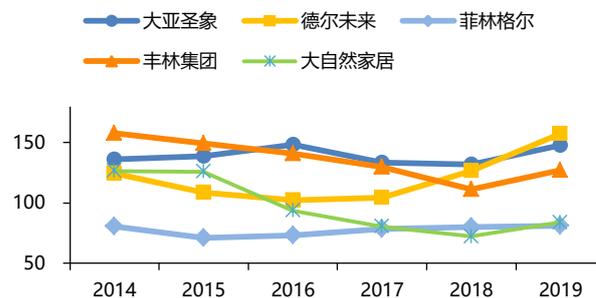
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 69: 各公司资产周转率 (%) 对比



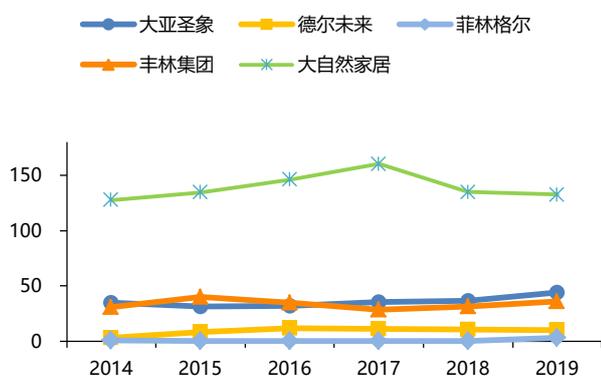
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 70: 各公司存货周转天数 (天) 对比



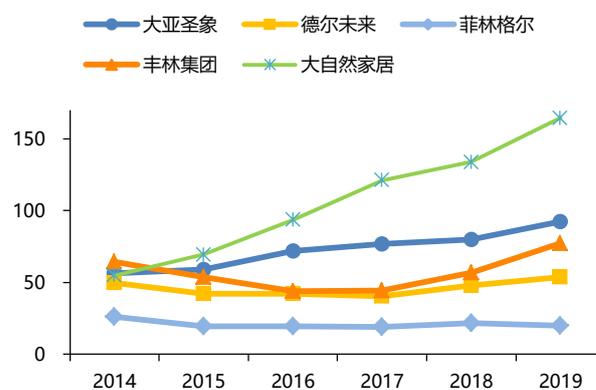
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 71: 各公司应收周转天数 (天) 对比



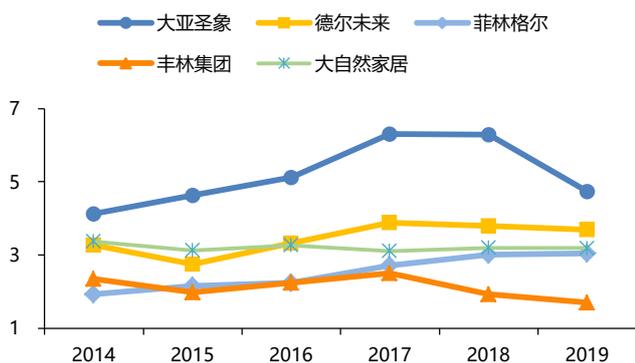
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 72: 各公司应付周转天数 (天) 对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 73: 各公司固定资产周转率对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

6. 盈利预测与估值水平

✓ 同业对比

2020 年公司 PE 为 9.10x，EV/EBITDA 为 5.43，EV/EBITDA 仅略高于大自然家居，PS 亦仅高于大自然家居，投资价值较高。

表 5：相关上市公司估值比较

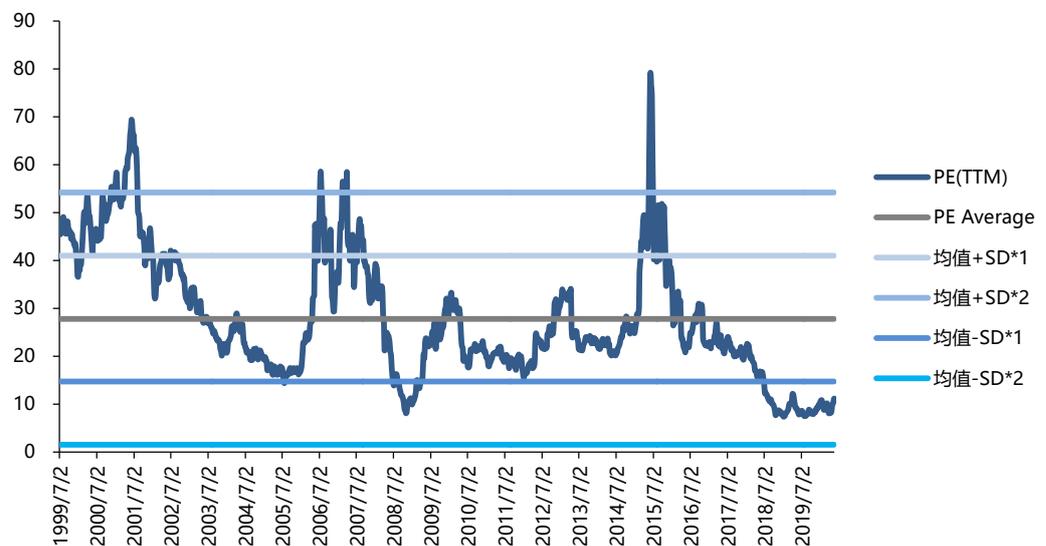
公司简称	总市值 (亿RMB)	PE (TTM)	5Y平均PE	PE 20E	PE 21E	PE 22E	EPS CAGR20-22	20PEG	PB	PS	EV/EBITDA
大亚圣象	68	11.29	25.62	9.10	8.44	7.82	7.89%	1.15	1.6354	1.07	5.43
德尔未来	50	157.35	46.32	-	-	-	-	-	3.1070	2.97	24.03
丰林集团	29	22.47	46.23	15.56	12.68	11.25	17.63%	0.88	1.2020	1.68	8.44
菲林格尔	24	28.83	29.13	21.37	20.14	19.04	5.96%	3.58	3.2906	3.69	16.20
大自然家居	15	8.38	16.53	-	-	-	-	-	0.0000	0.60	4.17

资料来源：wind，长城证券研究所

✓ 历史对比

从历史 PE 来看，公司 PE 自 2015 年以来持续走低，20 年对应 PE 已低于历史平均值较多，配置性价比凸显。

图 74：大亚圣象上市以来 PE 区间



资料来源：wind，长城证券研究所

7. 投资建议

公司为木地板、人造板双龙头，产品引领行业创新。公司拥有“大亚”和“圣象”双品牌，是深入人心的木地板品牌（市占率约为 11.6%），自 2015 年起剥离非木业资产，专注木业经营。2019 年木地板、人造板产能分别为 6000 万平方米、185 万立方米，收入达 73 亿元，均稳坐行业龙头。公司是业内唯一布局林业—人造板—木地板全产业链公司，同时注重产品创新与研发，木地板毛利率达 43%，为业内第一。公司是业内第一家引入复合木地板，聚焦 E0 级环保产品的公司，疫情期间积极推出纳米光触媒抗菌产品，高端产品占比的持续提升将带动公司盈利能力持续提升。

环保意识提升驱动行业集中，B 端放量为重要催化。木质产品因制作中需要添加粘合剂，容易产生甲醛污染问题，消费者只能依赖于品牌来建立对产品的信心，因此木质家具大品牌的优势明显，相较其他家具行业集中度较高，CR4 达到 25%。工程渠道方面，房企需要严格控制甲醛含量，同时采用优质品牌实现背书从而实现溢价，因此木地板品牌于 C 端的品牌力也在逐步传导至 B 端，并且伴随精装房的加速放量和房企的集中化，将带动行业集中度加速提升（大亚 B 端市占率约为 35%，高于行业市占率 10%）。与此同时，国家政策陆续出台严控产品甲醛排放，落后产能将不断出清。

布局人造板打开 6000 亿市场。人造板可用于木地板和其他家具产品的制造。公司布局人造板与木地板在原材料上有较强的协同效应。当前木地板市场规模约为千亿元，而人造板由于下游应用空间广阔，行业规模达到 6000 亿元。受益于定制家具行业的蓬勃发展，人造板行业增速较高，同时当前行业集中度较低，未来随着产品升级及环保政策推动，行业整合在即。公司基于木地板的制造优势，向人造板进军，成长天花板打开。

公司是木地板、人造板行业双龙头，目前控制权纠纷问题解决。竣工回暖确定，公司 B 端业务发展迅速，未来市占率有望进一步上升。人造板同步发展，两者协同打开成长天花板。20 年公司 B 端业务预计持续高增，预计 20-21 年 EPS 分别为 1.34、1.52，对应 PE 为 8、7X，估值位于历史低位，配置性价比高，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

原材料价格大幅上涨；环保政策变化；控制权纠纷扰动；房地产市场发展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261.28	7298.01	7647.06	8546.93	9532.49	成长性					
营业成本	4616.96	4658.35	4866.86	5375.02	5934.68	营业收入增长	3.0%	0.5%	4.8%	11.8%	11.5%
营业费用	957.89	984.05	1017.06	1153.84	1296.42	营业成本增长	1.6%	0.9%	4.5%	10.4%	10.4%
管理费用	619.08	606.48	688.24	786.32	886.52	营业利润增长	5.5%	-4.6%	4.3%	15.7%	13.9%
研发费用	148.75	151.72	159.82	180.34	203.04	利润总额增长	5.6%	-5.2%	4.7%	15.7%	13.9%
财务费用	6.58	6.79	5.78	11.64	10.16	净利润增长	10.0%	-0.7%	2.7%	14.0%	15.4%
其他收益	109.20	86.77	79.74	99.68	93.85	盈利能力					
投资净收益	8.72	13.46	8.88	11.02	10.52	毛利率	36.4%	36.2%	36.4%	37.1%	37.7%
营业利润	901.10	859.61	896.28	1036.82	1180.96	销售净利率	10.5%	10.1%	10.1%	10.4%	10.7%
营业外收支	0.63	-4.90	-1.54	-1.93	-2.03	ROE	17.0%	14.0%	12.9%	13.2%	13.1%
利润总额	901.74	854.71	894.75	1034.90	1178.93	ROIC	31.4%	19.8%	21.8%	24.9%	30.4%
所得税	136.86	117.68	123.19	142.49	162.32	营运效率					
少数股东损益	40.07	17.42	32.61	50.07	44.33	销售费用/营业收入	13.2%	13.5%	13.3%	13.5%	13.6%
净利润	724.80	719.61	738.94	842.34	972.29	管理费用/营业收入	8.5%	8.3%	9.0%	9.2%	9.3%
						研发费用/营业收入	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
资产负债表					(百万)	财务费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动资产	4497.68	5243.79	5718.52	7563.11	8379.93	投资收益/营业利润	1.0%	1.6%	1.0%	1.1%	0.9%
货币资金	1692.69	1764.41	2675.19	3501.40	4701.53	所得税/利润总额	15.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
应收票据及应收账款合计	875.44	1032.83	850.68	1259.67	1099.85	应收账款周转率	8.08	7.65	8.12	8.10	8.08
其他应收款	81.29	77.15	88.87	96.68	110.27	存货周转率	2.73	2.43	2.50	2.55	2.60
存货	1750.28	2082.69	1810.80	2404.90	2160.23	流动资产周转率	1.64	1.50	1.40	1.29	1.20
非流动资产	2440.02	2760.05	2512.82	2412.89	2313.53	总资产周转率	1.09	0.98	0.94	0.94	0.92
固定资产	1248.03	1832.81	1669.30	1595.00	1516.07	偿债能力					
资产总计	6937.70	8003.83	8231.34	9976.00	10693.46	资产负债率	35.2%	34.3%	27.6%	32.0%	27.7%
流动负债	2433.30	2691.28	2220.18	3141.82	2912.75	流动比率	1.85	1.95	2.58	2.41	2.88
短期借款	233.24	310.90	310.90	310.90	310.90	速动比率	1.09	1.07	1.63	1.55	2.03
应付款项	1073.77	1343.66	727.34	1609.63	1216.41	每股指标 (元)					
非流动负债	6.78	50.84	49.87	49.70	49.51	EPS	1.31	1.30	1.34	1.52	1.76
长期借款	0.00	0.55	-0.42	-0.59	-0.78	每股净资产	7.83	9.16	10.37	11.77	13.40
负债合计	2440.07	2742.11	2270.05	3191.51	2962.26	每股经营现金流	1.48	0.79	1.78	1.93	2.64
股东权益	4497.62	5261.72	5961.29	6784.49	7731.20	每股经营现金/EPS	1.13	0.61	1.33	1.26	1.50
股本	553.67	553.67	553.67	553.67	553.67						
留存收益	3537.53	4185.16	4876.06	5678.13	6591.78	估值					
少数股东权益	169.78	195.16	227.78	277.85	322.17	PE	8.63	8.69	8.46	7.42	6.43
负债和权益总计	6937.70	8003.83	8231.34	9976.00	10693.46	PEG	0.34	0.77	5.57	1.41	0.57
						PB	1.45	1.23	1.09	0.96	0.84
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	4.71	5.00	3.77	2.75	1.62
经营活动现金流	1003.49	549.12	986.46	1064.79	1462.52	EV/SALES	0.69	0.69	0.54	0.40	0.23
其中营运资本减少	-130.90	-494.26	-34.86	-96.74	154.25	EV/IC	1.09	0.93	0.68	0.49	0.29
投资活动现金流	-628.13	-321.06	3.24	-157.55	-182.14	ROIC/WACC	3.05	1.92	2.11	2.41	2.93
其中资本支出	715.34	168.77	-224.38	-77.21	-75.98	REP	0.36	0.48	0.32	0.20	0.10
融资活动现金流	-266.39	-230.11	-78.92	-81.03	-80.25						
净现金总变化	118.80	6.80	910.77	826.22	1200.13						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>